

Пульс рынка

- ▶ **Тернистый путь борьбы с фундаментальным изъяном еврозоны.** Лидеры Европы по-прежнему обсуждают возможность более тесной экономической интеграции, без которой, по мнению президента Франции, еврозона обречена на развал. Кстати говоря, на то, что единая валюта без общего контроля над бюджетной политикой обречена на провал в первый же кризис, указывали многие экономисты еще в самом начале эры евро. Германия выступает за практически полный переход фискального контроля над странами еврозоны к регулятору (которым может стать Еврокомиссия), в то время как остальные страны настаивают на предоставлении им большей степени свободы. Пока публично обсуждение проходит, главным образом, между Германией и Францией, поэтому позиция южных стран по этому вопросу неизвестна. Возможно, некоторые из них могут предпочесть выйти из зоны евро для решения своих проблем с госфинансами девальвацией национальных валют.
- ▶ **Доходности суверенных облигаций еврозоны снижаются.** Действие ФРС США (по открытию своп-линий) принесло на рынок волну позитива, которая привела к повышению спроса на рискованные активы, в частности, на суверенные облигации стран еврозоны. На вчерашних аукционах по облигациям Испании и Франции было реализовано 8,1 млрд евро, что сопровождалось снижением доходностей на вторичном рынке на 20-30 б.п. Бумаги Италии, находившиеся накануне под сильным давлением продавцов, снизились в доходности на 40 б.п., например, по 10-летним индикативным бумагам она снизилась до УТМ 6,6%.
- ▶ **Внимание переключается на США.** Неспособность лидеров еврозоны решить свои проблемы переключила внимание инвесторов на денежную политику ФРС США, дальнейшее смягчение которой может не последовать, учитывая довольно сильные последние макроданные. В связи с этим интерес представляет сегодняшний отчет по занятости.
- ▶ **Ликвидность сдерживает ценовой рост рублевых облигаций.** Улучшение конъюнктуры на внешнем рынке (индикативные еврооблигации Russia30 подорожали на 1 п.п.) оказало некоторую поддержку рублевым облигациям, в частности, доходность 10-летних ОФЗ 26205 опустилась до УТМ 8,3%. Основным фактором, сдерживающим снижение доходностей, является напряженная ситуация с рублевой ликвидностью, улучшение которой может произойти с увеличением бюджетных расходов. Сегодня на фоне бокового движения внешних рынков мы ожидаем консолидацию котировок облигаций на достигнутых уровнях. В ходе oferty по выпуску ТКС БО-2 номиналом 1,5 млрд руб. эмитенту пришлось выкупить 48,8% выпуска, что является неплохим результатом, учитывая, что срок до погашения бумаг составляет 2 года, и бумаги не входят в список РЕПО ЦБ. Мы считаем интересным для покупки более короткий выпуск БО-3 (УТР 16,4% @ август 2012 г.).

Темы выпуска

- ▶ **НОМОС Банк: рост кредитования в ущерб ликвидности**
 - ▶ **Черкизово: восстановление рентабельности продолжается**
-

НОМОС Банк: рост кредитования в ущерб ликвидности

Негативные результаты из-за негативной динамики ценных бумаг

НОМОС Банк (-/Ba3/BB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 3 кв. и 9М 2011 г. В сравнении с предыдущим кварталом объем кредитов за 3 кв. 2011 г. вырос на 17% до 473 млрд руб., при этом NPL снизился с 2,2% до 1,9%. Процентный доход в 3 кв. немного превысил среднеквартальные значения за первые полгода, при этом чистая процентная маржа осталась на уровне 5,5%. Тем не менее, на итоговый результат негативно повлиял убыток, полученный по портфелю ценных бумаг.

Ключевые финансовые показатели НОМОС Банка

В млн руб., если не указано иное	30 сент. 2011 г.	30 июня 2011 г.	изменение
Активы	644 236	572 176	+13%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	473 341	404 081	+17%
физ. лицам	53 821	47 468	+13%
юр. лицам	419 520	356 613	+18%
Кредиты клиентам, нетто	454 685	387 821	+17%
NPL/Кредитный портфель	1,9%	2,2%	-0,3 п.п.
Кредиты/депозиты	130,6%	121,9%	+8,7 п.п.
Собственные средства	70 063	69 684	+1%
Коэффициент достаточности капитала	15,89%	16,33%	-0,4 п.п.
RoAE	15,6%	20,7%	-5,1 п.п.

В млн руб., если не указано иное	3 кв. 2011 г.	2 кв. 2011 г.	изменение
Чистый процентный доход, в т. ч.:	7 209	5 135	+40%
розничный сегмент	1 089	1 048	+4%
корпоративный сегмент (вкл. МСБ)	4 514	4 790	-6%
инвестиционно-банковский сегмент	2 384	1 002	+2,4x
Операционные доходы	5 112	8 474	-40%
Чистая прибыль	768	2 938	-3,8x
Чистая процентная маржа	5,5%	5,5%	без изм.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Банк нарастил корпоративное кредитование ...

Наибольший вклад в увеличение кредитного портфеля внесли корпоративные кредиты, объем которых в 3 кв. вырос на 22,7% до 345,5 млрд руб. При этом динамика прироста кредитования по остальным сегментам замедлилась, в частности, сегмент потребительских кредитов прибавил лишь 17,3% (в сравнении с 57% за 1П 2011 г.). Доля кредитов, обеспеченных залогом, снизилась с 88% до 81%. Средняя ставка по кредитному портфелю составила 10,3% годовых (-70 б.п. кв./кв.). Доля кредитов, выданных связанным сторонам, не превысила 6,1%.

... сохранив низкий NPL и высокое покрытие резервами

Качество корпоративного портфеля не претерпело изменений, о чем свидетельствует сохранение объема кредитов, имеющих признаки ухудшения и/или помещенных под наблюдение, на уровне 21,3 млрд руб. Показатель NPL (90+) для розничных кредитов подрос с 1,7% почти до 2,0%, а по корпоративным кредитам снизился с 2,2% до 1,9%. Объем списаний по портфелю в 3 кв. составил скромные 360 млн руб. (против 2 млрд руб. в 1П 2011 г.). Банк продолжает придерживаться консервативной политики формирования резервов: они на 207% покрывают NPL. Столь высокое покрытие резервами показателя NPL обусловлено быстрым ростом кредитного портфеля, в то время как норма резервирования составляет лишь 4% (что на 4 б.п. ниже, чем в начале года), являющегося низким показателем в сравнении с крупными банками (например, этот показатель у Сбербанка составил 9% по итогам 9М 2011 г.).

Почти половина портфеля ценных бумаг ушла в залог

Объем портфеля ценных бумаг сократился лишь на 2,26 млрд руб. до 83,4 млрд руб., в основном за счет сокращения позиции в облигациях корпораций и банков в пользу увеличения суверенных бумаг РФ (ОФЗ + Russia). Банк заметно нарастил плечо по портфелю ценных бумаг: доля бумаг, находящихся в залоге, возросла с 29,8% до 49,6%. Банк увеличил свое

участие на рынке МБК и РЕПО (предоставляя ликвидность банкам второго круга и управляющим компаниям) с 76 млрд руб. до 94,5 млрд руб.

Темп прироста клиентских средств заметно отстал от кредитования...

Прирост кредитного портфеля был профинансирован за счет привлеченных МБК (+26% кв./кв. до 121 млрд руб.). Объем клиентских средств вырос лишь на 9,4% до 348 млрд руб., а его доля в обязательствах сократилась на 2 п.п. кв./кв. до 61%. Относительно низкая процентная маржа ограничивает возможность банка к наращиванию депозитов физлиц, являются довольно дорогим источником фондирования. Небольшое снижение стоимости клиентских средств (с 4,5% до 4,4% годовых) связано с увеличением доли остатков на текущих (расчетных) счетах с 28,9% до 30,2%.

... обусловив высокий спрос на РЕПО

Стоит отметить, что, судя по изменению объема обеспечения по МБК (+11,6 млрд руб.), рост задолженности перед другими банками произошел преимущественно за счет операций РЕПО. Таким образом, для увеличения кредитного портфеля банку пришлось заложить часть долговых ценных бумаг. Этот факт подтверждает наше мнение о том, что высокие темпы кредитования являются дополнительным фактором наблюдаемого спроса на РЕПО (в частности, с ЦБ) в условиях ограниченной рублевой ликвидности.

Убыток по портфелю ценных бумаг заметно сократил прибыль...

Несмотря на исторически низкую долю волатильных источников (валюты, ценных бумаг, драгметаллов) в структуре операционного дохода НОМОС Банка, негативная динамика на финансовых рынках, наблюдавшаяся в последнем месяце 3 кв. 2011 г., привела к убытку от операций с этими активами в размере 2,8 млрд руб. В результате, чистая прибыль составила всего лишь 768 млн руб., что в 3,8 раза ниже прибыли, заработанной во 2 кв. 2011 г. По данным менеджмента, в октябре и ноябре убытки по ценным бумагам были компенсированы благодаря улучшению рыночной конъюнктуры. В отчетном же периоде падение прибыли на фоне достаточно высоких темпов роста активов, взвешенных с учетом риска (+12% до 621,5 млрд руб.), привело к ухудшению общей достаточности капитала (с 16,3% до 15,9%). С учетом минимального показателя NPL, этот уровень является комфортным. Тем не менее, согласно РСБУ на 1 ноября, достаточность капитала по нормативу Н1 находилась на отметке 11,42%, что является низким показателем, учитывая минимальный уровень 10%.

... и оказал давление на достаточность капитала

Присутствует потребность в длинных источниках фондирования

В 2012-2013 гг. объем облигаций и субординированного долга, подлежащего рефинансированию, составляет 21 млрд руб., что покрывается размером денежных средств и остатков на счетах в ЦБ РФ (22,2 млрд руб.). Увеличение задолженности по краткосрочным источникам фондирования (в частности, РЕПО и МБК) негативно сказалось на ликвидной позиции банка: на горизонте до 3 месяцев присутствует разрыв в ликвидности (~51 млрд руб.), что, на наш взгляд, обуславливает потребность банка в длинных источниках ликвидности. После отчетной даты банк привлек 1-летний клубный кредит (с возможностью пролонгации еще на 1 год) в размере 200 млн долл. (под ставку LIBOR + 190 б.п.), который был направлен на исполнение call-опциона по NOMOS16 (125 млн долл.). По нашему мнению, улучшение рыночной конъюнктуры будет использовано для размещения облигаций, в частности, в 2012 г. планируется выпуск субординированных евробондов в объеме не менее 300 млн долл. Кроме того, банк готовит 4 выпуска БО на сумму 24 млрд руб.

Бумаги эмитента выглядят дорого

На рынке еврооблигаций бумаги НОМОС Банка выглядят дорого, котируясь почти на одной кривой с бондами Альфа-банка, кредитное качество которого мы оцениваем выше. На рублевом рынке облигации эмитента также выглядят переоцененными (торгуясь с доходностями ниже YTW 9% даже по длинным бумагам с дюрацией более 1,5 года), лучшей альтернативой мы считаем выпуск БО-3 ОТП Банка (-/Ba2/BB), предлагающего YTP 10,8% @ ноябрь 2012 г.

Черкизово: восстановление рентабельности продолжается

Скорее позитивные результаты, тенденция восстановления рентабельности

Вчера Группа Черкизово (-/B2/-), одна из ведущих российских компаний по производству и переработке мяса, опубликовала финансовые результаты за 3 кв. и 9М 2011 г. по US GAAP, которые произвели на нас скорее позитивное впечатление. Мы отмечаем, что в 3 кв. 2011 г. улучшение показателей рентабельности продолжилось: рентабельность по EBITDA почти достигла уровня прошлого года (18,6%). Сравнение с предыдущим кварталом не является показательным, поскольку себестоимость во 2 кв. 2011 г. значительно сократилась на сумму единовременных прямых госсубсидий (19,7 млн долл.). За 3 кв. 2011 г. компании удалось снизить долговую нагрузку (Чистый долг/EBITDA LTM) до уровня 3,09х (с 3,92х на 30 июня 2011 г.) за счет частичного погашения долга.

Ключевые финансовые показатели Черкизово

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.
Выручка	390	381	+2%	390	295	+32%
Валовая прибыль	100	106	-6%	100	80	+25%
Валовая рентабельность	25,6%	27,8%	-2,2 п.п.	25,6%	27,1%	-1,5 п.п.
ЕБИТДА	72	72	0%	72	55	+31%
Рентабельность по ЕБИТДА	18,5%	18,9%	-0,4 п.п.	18,5%	18,6%	-0,1 п.п.
Чистая прибыль	42	49	-14%	42	34	+24%
Чистая рентабельность	10,8%	12,9%	-2,1 п.п.	10,8%	11,5%	-0,7 п.п.
Операционный поток	89	55	+62%	89	38	+2,3х
Инвестиционный поток, в т.ч.	-47	-54	-13%	-47	-60	-22%
Капвложения	-49	-57	-14%	-49	-35	+40%
Свободный денежный поток	42	1	-	42	-22	-

В млн долл., если не указано иное	30 сент. 2011	30 июня 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	741	875	-15%
Краткосрочный долг	221	287	-23%
Долгосрочный долг	520	587	-11%
Чистый долг	708	830	-15%
Чистый долг/EBITDA LTM*	3,09х	3,92х	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки г./г. обеспечен более высокими ценами и объемами реализации...

Рост выручки в 3 кв. на 32% г./г. был обеспечен как увеличением объемов продаж во всех сегментах (птицеводство, свиноводство и мясопереработка), так и более высокими ценами реализации (+8%, +15% и +19%, соответственно). Помимо ввода новых мощностей (в частности, Брянского блока птицеводства), на результаты оказали влияние показатели приобретенной во 2 кв. этого года компании "Моссельпром".

... и только объемами кв./кв.

Выручка относительно предыдущего квартала выросла на 2% исключительно за счет увеличения объемов реализации при сохранении цен на прежних уровнях.

Валовая рентабельность в 3 кв. 2011 г. составила 25,6% против 27,1% годом ранее за счет роста себестоимости, в частности, увеличения цен на корма, а также амортизационных отчислений и расходов на персонал в связи с запуском новых производственных объектов. Рентабельность по EBITDA в 3 кв. 2011 г. практически достигла значений 3 кв. 2010 г. (-0,1 п.п. г./г.) благодаря более медленным темпам увеличения коммерческих, общехозяйственных и административных расходов (+25,5% г./г.). По нашим оценкам, благоприятная ситуация с урожаем зерновых в России может оказать поддержку рентабельности компании в 4 кв. 2011 г.

Вступление России в ВТО потенциально негативно для компании

Среди возможных негативных моментов мы отмечаем, что с вступлением России в ВТО и постепенным снижением импортных пошлин на ввоз мяса, рентабельность Черкизово может оказаться под давлением в среднесрочной перспективе.

Долговая нагрузка за 3 кв. 2011 г. снизилась до 3,09х с 3,92х ...

Во 2 кв. 2011 г. в результате отражения консолидации Моссельпрома на балансе группы, долг Черкизово повысился на 35% до 875 млн долл. с начала года, а соотношение Чистый долг/ЕБИТДА практически достигло отметки 4,0х. В 3 кв. 2011 г. мы отмечаем снижение долговой нагрузки до более приемлемого уровня 3,09х за счет погашения части задолженности группы.

... но не исключаем ее рост в дальнейшем

Тем не менее, мы не исключаем, что долговая нагрузка может вновь повыситься в связи с началом реализации крупномасштабного проекта в Липецкой области, инвестиции в который оцениваются в 700 млн долл. до 2013-14 гг., т.е. ~230 млн долл. в год. Источниками финансирования в данном случае могут стать банковские кредитные линии для компаний сектора АПК с льготными процентными ставками, частично субсидируемыми государством.

Единственный выпуск неликвиден

В единственном выпуске Черкизово-БО-3 номиналом 3 млрд руб. и сроком погашения в ноябре 2013 г. мы не видим торговых идей ввиду его низкой ликвидности.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.